

行业研究/深度研究

2019年02月13日

行业评级:

房地产 增持 (维持)

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

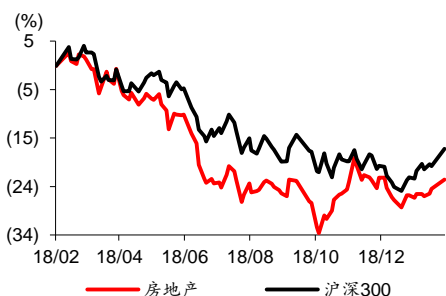
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《**房地产: 高基数下增速回落, 全年成长性犹存**》2019.02
- 2 《**中南建设(000961,买入): 进入成长新轨道, 激励加持不停步**》2019.01
- 3 《**荣盛发展(002146,买入): 首入千亿阵营, 保持高效成长**》2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

更高频的周期, 更积极的机遇

如何看待当前的地产股机遇

核心观点

我们认为在行业整体政策见顶、结构全面分化的周期, 不用太过于关注景气度下行对头部企业销售和业绩的影响。我们在当前位置上看好一二线房企估值修复, 且随着龙头房企估值的提升, 行情会逐步向高成长低估值的二线房企转移。

分化的政策、市场、资金促成当前不一样的周期

2019年1月重点城市和重点房企销售增速差强人意, 市场对房地产行业普遍存在争议, 一方面认可当前板块低估值, 但同时也担心需求回落超预期导致后续企业盈利回落。但是我们认为这轮地产周期与历轮周期相比核心差异在于前几轮周期房地产行业波动的一致性较强, 而新一轮周期在行业政策、城市结构、房企融资等多个层面都出现了明显的分化。其中各地政策严控和宽松并存, 地方政策的错配带来城市结构的周期波动, 房企融资集中度和信用利差持续提升扩大, 而这种分化也将导致房企投资节奏的变化乃至地产股投资节奏的变化。

分化的周期带来行业和房企结构性机会

多层面的分化使得市场参与者很难再像过去以管窥豹, 而是需要多层次、多频度地观察周期的发展: 1、对于行业而言, 2019年全国销售景气下滑在所难免, 但是部分城市会出现结构性修复的机会。2、对于房企而言, 可能周期不是变长, 反而是变得更加高频, 机制更加灵活而且融资更加顺畅的头部房企能够更加从容地把握融资和高周转的机会。核心一二线城市的景气修复, 以及去杠杆节奏放缓下头部房企对融资优势的把握值得关注。

房地产板块积极因素持续兑现

我们在2018年二季度提出“不再悲观”, 强调流动性和监管环境的边际改善是催化剂, 并提出这轮板块修复的周期可能不会像2014年那样波澜壮阔, 会在循序中前行。我们认为随着流动性继续宽松以及房贷利率拐点向下, 将有利于一二线城市需求的结构性改善。此外随着地方政策定调“因城施策”和“以稳为主”, 未来有望看到更多的城市在需求层面的政策适时做出调整。

头部房企2019年销售和业绩稳定性依然较高

1月份销售由于季度特点以及不同房企的推盘节奏以及基数效应, 增速变化不能全然反映全年的趋势。我们在1月份重点跟踪了全国近20家重点房企, 我们预期这些重点房企销售金额加权平均增速依然能保持在12%以上。从业绩来看, 地产企业的利润调整能力意味着2019年有了更高的保障, 我们跟踪的重点房企2019年预测PE平均在6.0倍, 处于历史最低水平。考虑业绩增长, 我们预计2019年平均股息率能达到3.9%。此外政策放松预期的提升以及增量资金的流入预期对当前房地产板块估值形成支撑。

风险提示: 需求和杠杆空间后继乏力, 行业下行超出预期; 部分房企存在资金链风险; 若宏观经济超预期下行, 不排除政策大力度放松的可能。

正文目录

分化的政策、市场、资金促成当前不一样的周期.....	4
地方政策的分化.....	4
城市结构的分化.....	5
房企资金的分化.....	7
分化的周期带来行业和房企结构性机会	8
关注核心一二线城市的景气修复	8
去杠杆节奏放缓下头部房企正在把握融资优势.....	9
房地产板块积极因素持续兑现.....	11
头部房企 2019 年销售和业绩稳定性依然较高	14
更高频的周期，看好一二线房企估值修复.....	17

图表目录

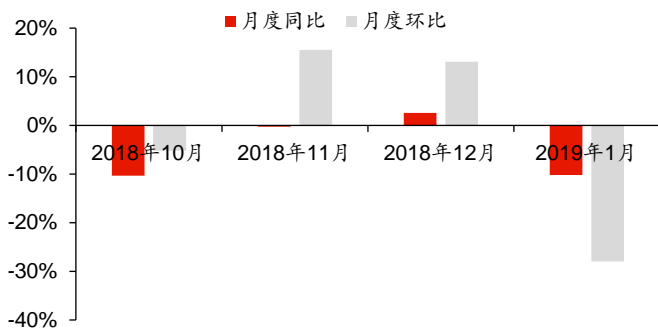
图表 1: 43 城一手房成交月度环比及同比均负增长.....	4
图表 2: 百强房企销售面积及金额增速双双放缓.....	4
图表 3: 行业调控政策在地方层面趋于分化.....	4
图表 4: 2019 年以来多地提及“一城一策”	5
图表 5: 40 城与三四线城市（全国-40 城）商品房销售面积累计同比.....	5
图表 6: 40 城与三四线城市（全国-40 城）商品房销售金额累计同比.....	5
图表 7: 70 大中城市中各能级城市新建商品住宅价格同比.....	6
图表 8: 70 大中城市中各能级城市新建商品住宅价格环比.....	6
图表 9: 2019 年大部分省市棚改目标下调.....	6
图表 10: 2019 年 1 月各梯队房企融资规模.....	7
图表 11: 2019 年 1 月 43 城新房成交创近 5 年最差开局	8
图表 12: 2019 年 1 月 14 城二手房成交回暖	8
图表 13: 2018 年北京二手房成交面积及均价	8
图表 14: 2018 年北京二手房带看人数及套数	8
图表 15: 2018 年上海二手房成交面积及均价	9
图表 16: 2018 年上海二手房带看人数及套数	9
图表 17: 2019 年 1 月 BK100 二手住宅价格指数.....	9
图表 18: 2018 四季度以来房企境内债发行规模稳步提升	10
图表 19: 2019 年 1 月房企境内外发债利率改善明显	10
图表 20: 2018 年以来恒大拿地面积及金额.....	10
图表 21: 2018 年以来融创中国拿地面积及金额.....	10
图表 22: 2018 年以来新城控股拿地面积及金额.....	10
图表 23: 2018 年以来新城控股新增土储建面占比	10
图表 24: 2018 年下半年以来公募基金房地产板块持仓总市值及占比逐步提升	11
图表 25: 全国首套房、二套房贷款利率	11

图表 26: 全国首套平均房贷利率环比差额.....	11
图表 27: 金融机构个人住房贷款加权平均利率与全国商品住宅销售面积累计同比增速	12
图表 28: 2019 年地方两会地产表述以稳为主	13
图表 29: 春节期间内房股普涨 (2019 年 2 月 4 日和 2 月 8 日两个交易日)	14
图表 30: 2019 年 1 月各梯队房企销售业绩.....	14
图表 31: 19 家一线房企 2019 年加权平均销售增速有望保持 12% 以上.....	15
图表 32: 重点上市房企盈利预测及股息率预测 (截至 2019 年 2 月 12 日)	15
图表 33: 2019 年 1 月陆港通持股地产股市值及比例	16
图表 34: 2019 年 1 月陆港通持股主流地产股情况.....	16

分化的政策、市场、资金促成当前不一样的周期

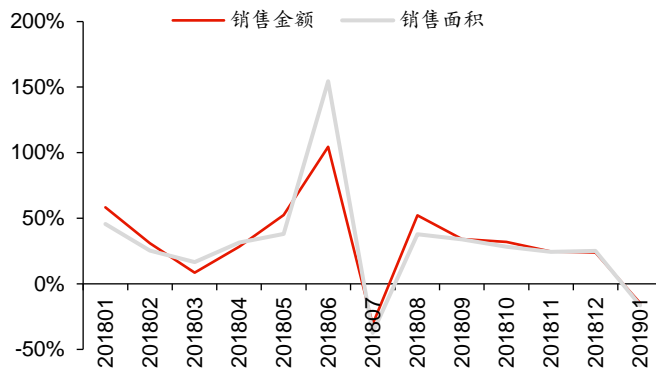
随着1月收官，2019年开年的重点城市数据和重点房企数据纷纷出炉，从增速上来看都差强人意，近期我们和投资者的交流也反映出市场对房地产行业的争议，一方面认可当前板块低估值，但另一方面也担心这轮需求回落幅度超预期，从而导致后续企业的盈利回落预期。

图表1：43城一手房成交月度环比及同比均负增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：百强房企销售面积及金额增速双双放缓



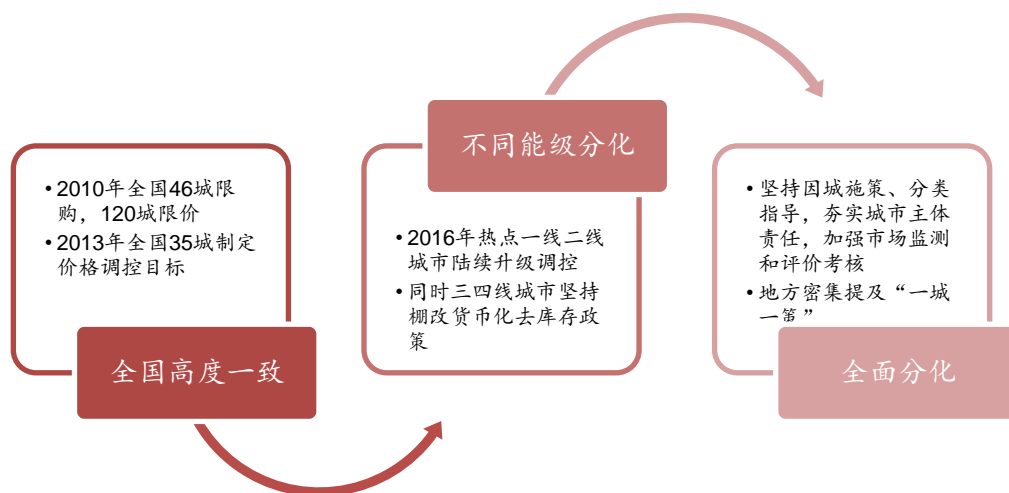
资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

但是我们认为这轮地产周期与历轮周期存在不同，核心差异在于前几轮周期房地产行业波动的一致性较强，而新一轮周期在行业政策、城市结构、房企融资等多个层面都出现了明显的分化，而这种分化也将导致房企投资节奏的变化乃至地产股投资节奏的变化。

地方政策的分化

过去地产政策周期存在较大的一致性，而这轮各地政策严控和宽松并存。如在2010年4月新国十条出台之后，全国超过46个城市出台限购，超过120个城市出台限价令，导致2011年整体市场快速冷却，如2013年2月新国五条出台，要求全国35个大城市制定价格调控目标。而这轮周期强调的是因城施策、一城一策，使得城市和城市之间政策框架差异较大，严格的限购限贷政策和宽松的去库存政策同时存在，使得过去城市之间高度的一致性淡化，不同能级、不同区域城市之间全面分化，分化维度的下沉伴随调控精确度的同步提升。

图表3：行业调控政策在地方层面趋于分化



资料来源：国务院、住建部网站，华泰证券研究所

图表4：2019年以来多地提及“一城一策”

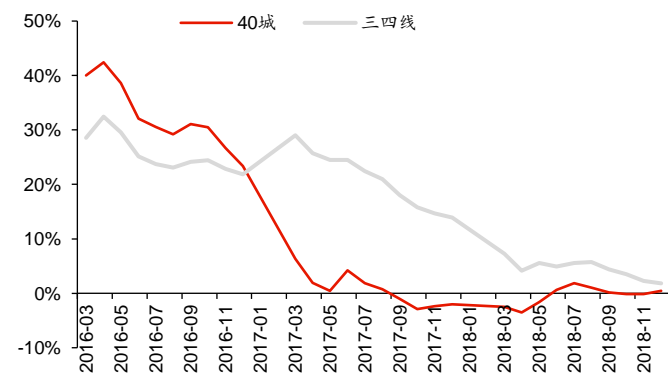
时间	省份/城市	事件	表述
1月14日	福建	福建省十三届人大二次会议	健全促进房地产市场平稳健康发展长效机制，夯实城市主体责任，编制实施住房发展规划，福州、厦门编制“一城一策”实施方案，切实稳地价、稳房价、稳预期。
1月17日	河南	河南省十三届人大二次会议 召开记者会	2019年，我省将继续落实房地产市场调控城市政府主体责任制，坚持因地制宜、综合施策，实行“一城一策”。
1月18日	浙江	浙江省住房城乡建设工作会议	浙江将加快建立房地产市场平稳健康发展长效机制，杭州、宁波两市今年将研究制定“一城一策”方案。
1月22日	成都	-	市住建局正按照国务院要求，研究“一城一策”的具体方案，此后将制定“因地制宜”的政策，精准调控房地产市场，实现房地产市场健康发展，满足市民住房需求。
1月22日	安徽	安徽省住房城乡建设工作会议	安徽省将继续对房地产市场实施精准调控，健全市场监测、评价和预警机制，坚持分类调控、一城一策，多方式推进非住宅商品房去库存。
1月24日	长沙	长沙市住房和城乡建设局 2019年工作会议	今年市住建局将坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，完善住房市场体系和住房保障体系，开展“一城一策”试点，着力构建长沙房地产市场平稳健康发展长效机制，实现“稳房价、稳地价、稳预期”的调控目标，让全体市民“住有所居”。
1月31日	上海	上海市人民政府记者招待会	当前我们根据国家要求，正在研究制定完善房地产市场调控“一城一策”的长效机制。要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，坚持严控高房价高地价不是权宜之计、减少经济增长和财政收入对房地产业的依赖也不是权宜之计，坚持房地产市场调控不动摇、不放松，实现稳地价、稳房价、稳市场预期的目标。我们不希望看到上海房价太高。

资料来源：各地政府网站，华泰证券研究所

城市结构的分化

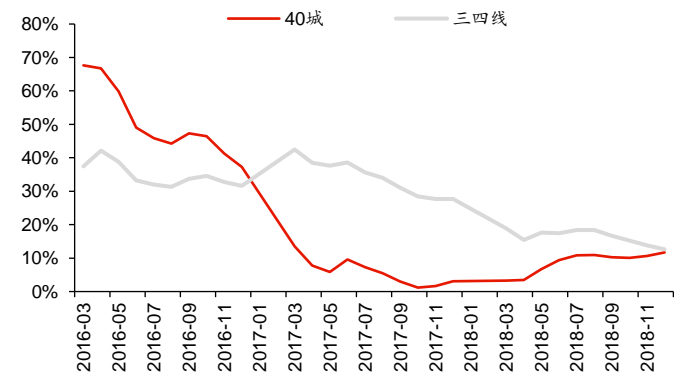
地方政策的错配也带来城市结构的周期波动，2016-2017年由于一二线城市的政策高压，而三四线城市的棚改货币化叠加需求溢出，迎来了久违去库存环境。但是到了2019年，我们认为这两方面将呈现相反的格局。三四线城市在经历了过去几年的高速增长之后，2019年预计会逐步回落，一方面来自于高基数，另一方面则来自于棚改规模的大概率下降，我们统计的21个省市2019年棚改目标共计260.3万套，同比下降20%左右。而核心一二线城市经历了近2年的调整后有望逐步筑底。

图表5：40城与三四线城市（全国-40城）商品房销售面积累计同比



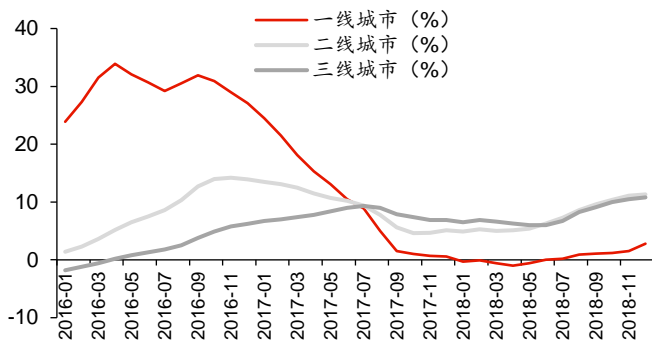
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：40城与三四线城市（全国-40城）商品房销售金额累计同比



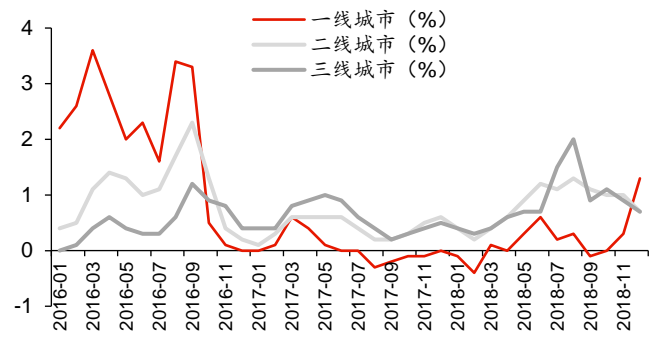
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：70大中城市中各能级城市新建商品住宅价格同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：70大中城市中各能级城市新建商品住宅价格环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2019年大部分省市棚改目标下调

地区	棚改计划量 (万套)						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
北京	3.0	5.7	3.5	3.6	2.4	1.2	
天津					2.0	0.7	
河北				21.0	23.0	21.5	21.5
山西				13.0	12.5	3.3	
内蒙古		24.2	22.1	18.7	14.1		
辽宁			14.0	10.0	6.3	7.7	
吉林			13.0	11.5	9.5	8.6	8.6
黑龙江				20.8			
上海							
江苏		22.3	25.0	27.0	21.5	22.0	
浙江			31.8	27.5	29.2	18.3	
安徽			26.6	33.2	28.2	21.5	
福建					4.3	3.7	
江西			16.6	24.2	27.9	27.8	
山东		46.7	48.0	76.4	84.3		
河南		42.0	36.0	42.0	50.0	15.0	
湖北			39.1	41.0	24.1	22.8	22.8
湖南		31.8	45.7	39.0	28.6		
广东		8.4	7.9	3.7	2.5	2.4	
广西				8.1	9.0	14.3	14.3
海南				2.5	1.4	0.9	
重庆			5.7	5.3	4.0	6.0	6.0
四川				25.0	25.5	15.0	
贵州			43.0	43.0	38.5		
云南				16.7	13.9		
西藏		1.2	1.9		3.5	1.9	
陕西				22.7	20.2	22.2	22.2
甘肃		11.6		16.6	23.2	23.9	23.9
青海				5.6	3.1		
宁夏				5.3	2.9		
新疆				28.4	47.1		

资料来源：各地政府网站，华泰证券研究所

房企资金的分化

我们在 2018 年二季度提出融资集中度提升的逻辑,而从数据上看,这一结论也持续印证。2018 年 1-9 月 TOP30 房企融资规模占到 85 家典型房企融资规模的 67.5%, 2019 年 1 月 TOP30 融资占比进一步提升至 71.0%。此外融资成本差异也不断拉大, 2018 全年 TOP10 房企增量融资平均成本 6.13%, 分别低于 TOP11-30 和 TOP31-50 梯队 54 和 106BP。国企和民企之间、大企业和小企业之间的融资差异进一步凸显, 1 月份融创收购泛海控股核心区域项目, 我们认为根源上就是企业间融资差异和融资集中度的体现。

图表10: 2019 年 1 月各梯队房企融资规模

企业梯队	融资总额 (亿元)	同比	平均融资额 (亿元)
TOP10	676	23.56%	67.6
TOP11-30	509	-17.46%	25.4
TOP31-50	232	219.06%	11.6
TOP51-85	253	66.04%	7.2

资料来源: CRIC, 华泰证券研究所

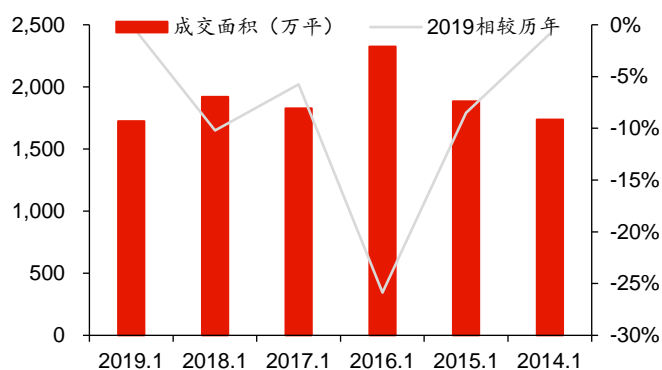
分化的周期带来行业和房企结构性机会

多层面的分化使得市场参与者很难再像过去以管窥豹，而是需要多层次、多频度地观察周期的发展：1、对于行业而言，2019年全国销售景气下滑在所难免，但是部分城市会出现结构性修复的机会。2、对于房企而言，可能周期不是变长，反而是变得更加高频，机制更加灵活而且融资更加顺畅的头部房企能够更加从容地把握融资和高周转的机会。

关注核心一二线城市的景气修复

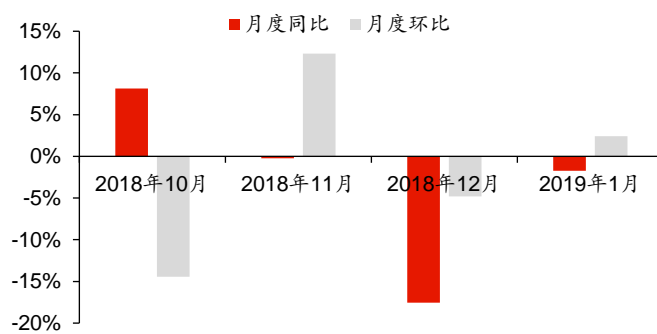
如前文所述，1月份一二线城市销售并不理想。我们重点跟踪的43个城市2019年1月商品住宅成交面积共计1723万平，同比2018年1月减少10.22%，也是过去5年来最差的一年。但是我们认为由于交易结构的变化，核心一二线城市其实二手房已经成为更重要的指标，很多二线城市已经经历了接近两年的调整周期，比如上海的二手房市场已经调整了超过20个月的时间，随着流动性和房贷利率的改善，我们认为将逐步筑底回温。

图表11：2019年1月43城新房成交创近5年最差开局



资料来源：Wind，华泰证券研究所

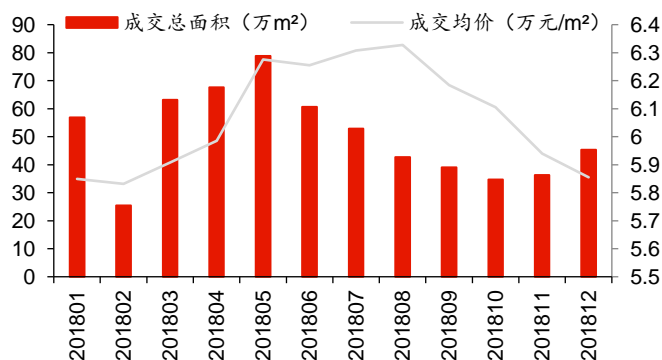
图表12：2019年1月14城二手房成交回暖



14城包括北京、深圳、大连、青岛、杭州、南京、苏州、南昌、南宁、厦门、无锡、扬州、岳阳、江门

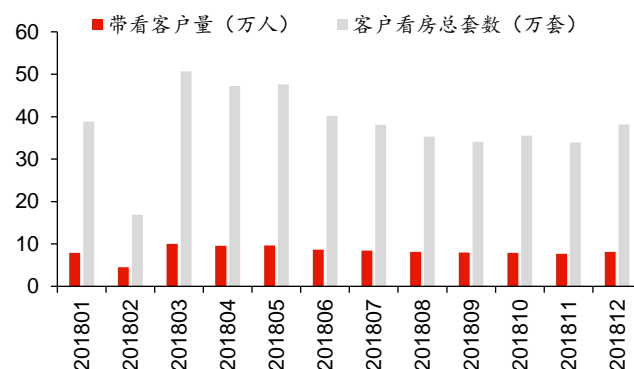
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：2018年北京二手房成交面积及均价



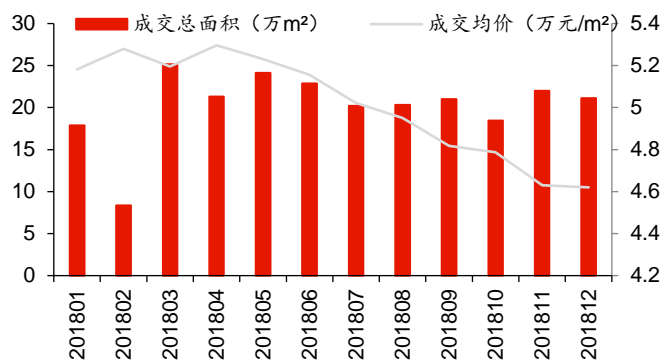
资料来源：贝壳研究院，华泰证券研究所

图表14：2018年北京二手房带看人数及套数



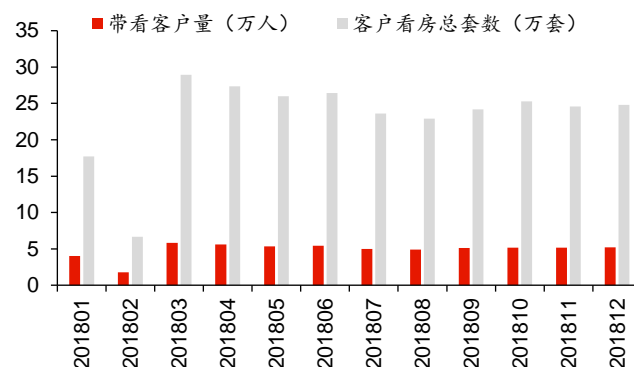
资料来源：贝壳研究院，华泰证券研究所

图表15: 2018年上海二手房成交面积及均价



资料来源: 贝壳研究院, 华泰证券研究所

图表16: 2018年上海二手房带看人数及套数



资料来源: 贝壳研究院, 华泰证券研究所

从我们跟踪的链家二手房数据来看: 2019年1月BK100二手住宅价格指数为135.4, 环比微涨0.4%, 终结了18年四季度以来的连续下跌。分城市等级来看, 2019年1月BK100中一线城市实现环比增长, 而二线城市二手住宅价格已经基本持平, 其他如来访量等指标也都在回升, 所以我们认为核心一二线城市的资产在2019年已经进入了新的配置周期。

图表17: 2019年1月BK100二手住宅价格指数

城市	价格指数	环比
一线城市	110.0	0.6%
二线城市	138.9	0.2%
三线城市	145.1	0.6%
四线城市	146.4	0.7%

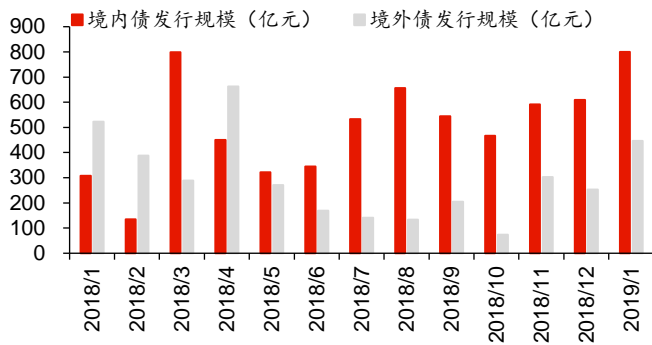
资料来源: 贝壳研究院, 华泰证券研究所

去杠杆节奏放缓下头部房企正在把握融资优势

需要关注的是, 去杠杆节奏放缓也带来部分房企利用融资改善开始改善拿地规模和结构。

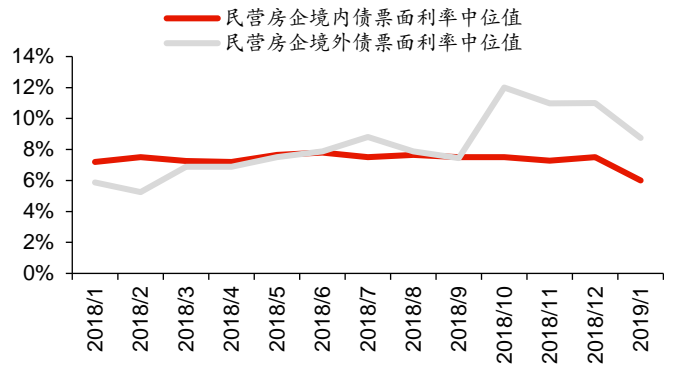
首先是市场融资的进一步改善。根据克而瑞的数据, 1月85家典型房企的融资总额为1670亿元, 环比大幅上升50.3%, 同比增长20.3%, 这规模也创2017年下半年以来单月融资新高。我们自己统计的房企发债规模显示, 2019年1月房企发行境内债800亿元, 同比增长160%, 环比增长31%。房企月度债券发行规模自2018年10月以来已经出现三连升, 并创出2017年以来的新高。发债规模比较大的公司包括中海、华发、富力、融创等。而发债利率方面, 2019年1月房企发债利率出现明显改善。民营房企境内债发债利率中位值6.0%, 环比下降150bp; 国企4.73%, 环比下降95bp。

图表18: 2018 四季度以来房企境内债发行规模稳步提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

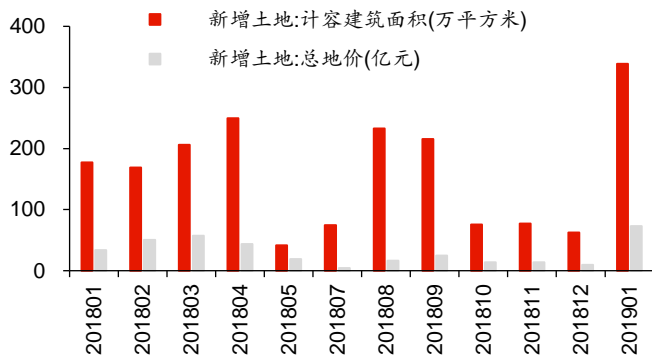
图表19: 2019 年 1 月房企境内外发债利率改善明显



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

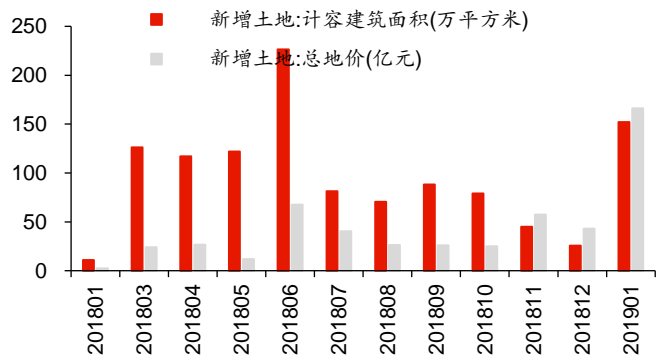
其次是融资的改善也带来部分企业短周期把握能力的提升。我们观察到去年底至今, 部分较为灵活的头部企业并没有因为市场景气度下降而停止拿地, 反而利用融资优势和部分区域土地市场的土地底价来获取资源, 我们观察到像融创、新城、恒大都相对去年中旬的时候加大了拿地力度, 拿地结构中尤其加大了二线城市的结构, 这些企业都在把握时间窗口逆势扩充土地储备, 也在改善区域布局的结构, 这也是为什么我们说周期正在变得更加的高频。

图表20: 2018 年以来恒大拿地面积及金额



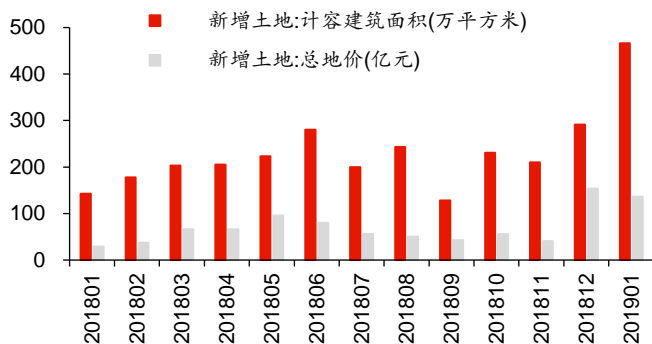
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 2018 年以来融创中国拿地面积及金额



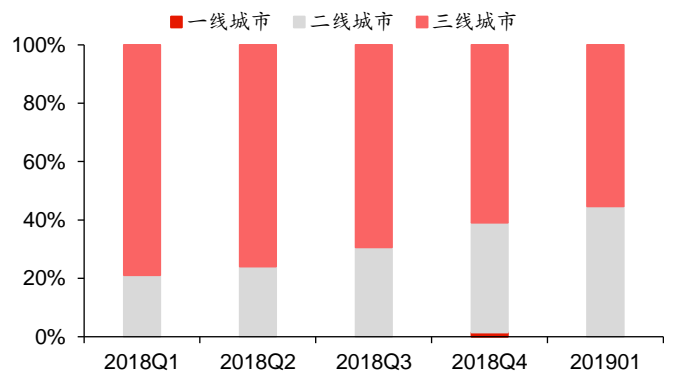
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 2018 年以来新城控股拿地面积及金额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 2018 年以来新城控股新增土储建面占比

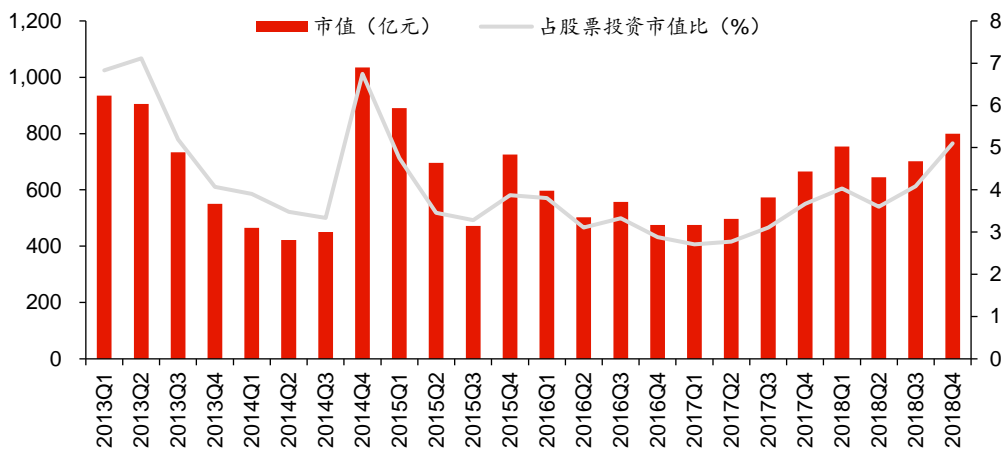


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

房地产板块积极因素持续兑现

我们在2018年二季度提出“不再悲观”，强调流动性和监管环境的边际改善是催化剂，并提出这轮板块修复的周期可能不会像2014年那样波澜壮阔，会在循序中前行。从去年三季度至今，我们可以看到虽然板块表现多有波动，但是整体表现稳定上行，逐步印证我们的判断，这点从机构逐步增加的持仓就可以看出。在当前，地产板块还可以期待什么？

图表24：2018年下半年以来公募基金房地产板块持仓总市值及占比逐步提升

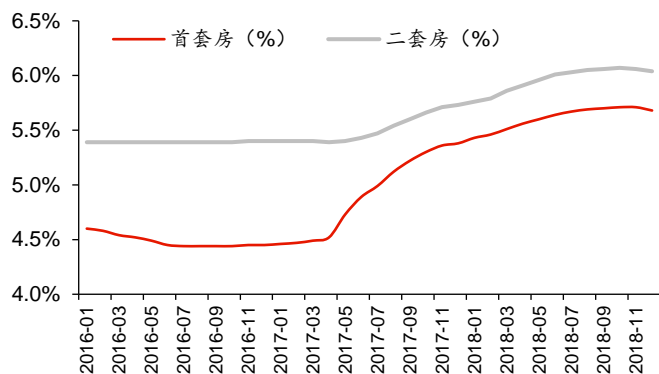


资料来源：Wind，华泰证券研究所

流动性继续宽松，有利于一二线城市结构性改善

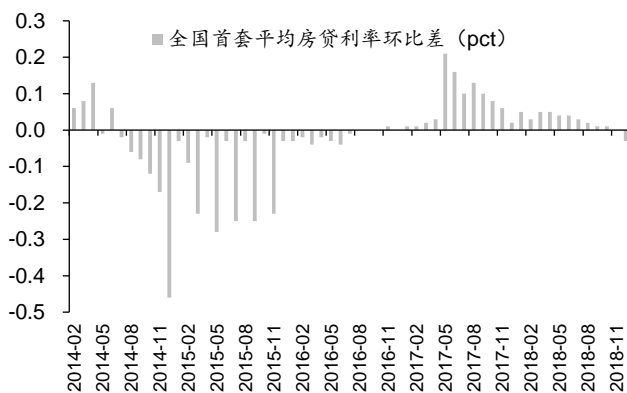
流动性仍会持续宽松。2018年1月3年来首次全面降准，我们认为2019年的货币政策除了数量工具，价格工具也可期待。华泰宏观团队认为，央行货币政策在2019年大概率会选择降准来解决社融增速内生动力匮乏的问题，预测2019年央行会有3-4次降准，并且有望二季度下调政策利率。我们在2018年三季度预判房贷利率会在年内见顶回落，最后12月份数据印证。历史经验表明，房贷利率与全国商品房销售增速之间存在明显的负相关，2012年初和2014年末的两次房贷利率拐点向下，都带来了房地产销售面积的见底回升，尤其有利于一二线城市的刚性需求。

图表25：全国首套房、二套房贷款利率



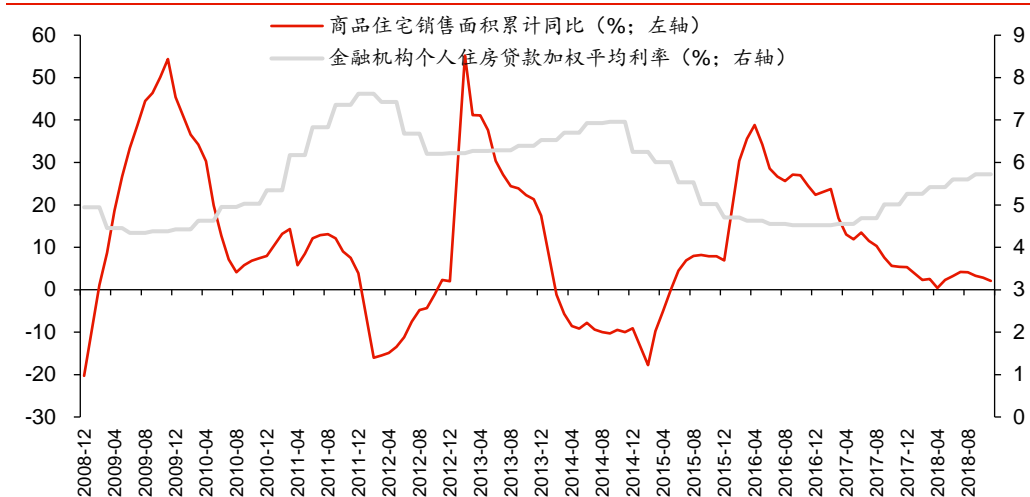
资料来源：融360，华泰证券研究所

图表26：全国首套平均房贷利率环比差额



资料来源：融360，华泰证券研究所

图表27： 金融机构个人住房贷款加权平均利率与全国商品住宅销售面积累计同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策继续边际改善

我们认为 2019 年“一城一策”将成为调控的核心思路，这其中涉及到几个重点：1、地方政府的主体责任，对于一个城市的调控主要话语权从中央下放到地方，意味着地方在政策决策上有更大的自由度但同时也承担更大的责任；2、加强市场监测和评价考核，这涉及到从中央到地方更为精准的系统 and 机制，能够灵活精准地监测城市市场变化。从时间节奏上来看，我们认为 3 月是一个比较关键的月份，主要有三点：1、1-2 月份的房地产统计数据会在 3 月份出炉；2、3 月份是 2019 年房企真正发力的一个小阳春，也会检验企业销售成色；3、两会会召开，对房地产的定调也会进一步明确。

我们整理了近 30 个省市的地方两会政策，可以看到“以稳为主”将是 2019 年的趋势，过去是防止大起，而今年将是防止大落。其中 1 月以来已经有约 10 个省市在地方两会中提出将研究“一城一策”方案，我们认为未来会复制到 20-30 个城市，随着市场的动态变化，未来有希望看到这些城市在需求层面的政策适时做出调整。

图表28： 2019年地方两会地产表述以稳为主

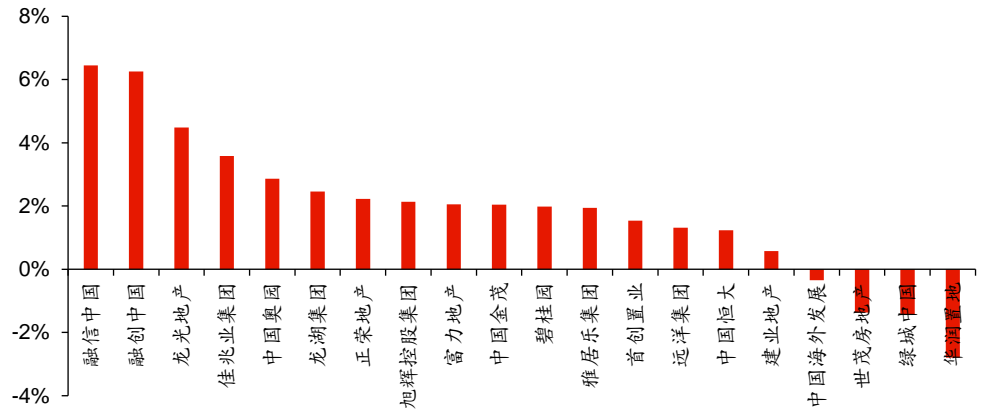
	房地产市场平					因城施策/ 分类指导		稳地价、稳房价、 稳预期
	稳健康发展	住房保障	棚改	住房租赁	长效机制	分类指导	房住不炒	
河北	√		√					
山西	√	√	√	√	√		√	
辽宁	√		√	√	√	√		√
陕西	√					√		
四川	√	√						
青海		√	√					
湖北	√							√
湖南		√		√		√	√	
黑龙江			√					
吉林			√					
江苏		√				√		
浙江			√					
甘肃			√					
安徽	√	√			√			
福建	√	√	√	√	√	√		√
江西		√	√					
河南	√	√	√				√	
广东	√	√	√	√		√	√	
海南	√	√		√	√	√	√	
贵州		√	√					
云南	√	√	√					
山东								
内蒙古	√				√			
广西	√	√	√	√		√		
西藏		√	√	√				
宁夏	√					√	√	
新疆	√	√	√	√				
北京	√	√	√	√	√			
上海		√		√	√			√
天津	√	√	√	√	√			
重庆	√	√						√
广州	√	√	√	√	√		√	
深圳	√	√	√	√	√		√	
厦门	√	√		√	√		√	√
大连	√			√	√	√		√
苏州	√	√			√			

资料来源：各地政府网站，华泰证券研究所

头部房企 2019 年销售和业绩稳定性依然较高

春节假期间，港股 2 个交易日内房股表现亮眼，我们认为核心还是在于房地产头部企业销售和业绩的稳定性。

图表29：春节期间内房股普涨（2019年2月4日和2月8日两个交易日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

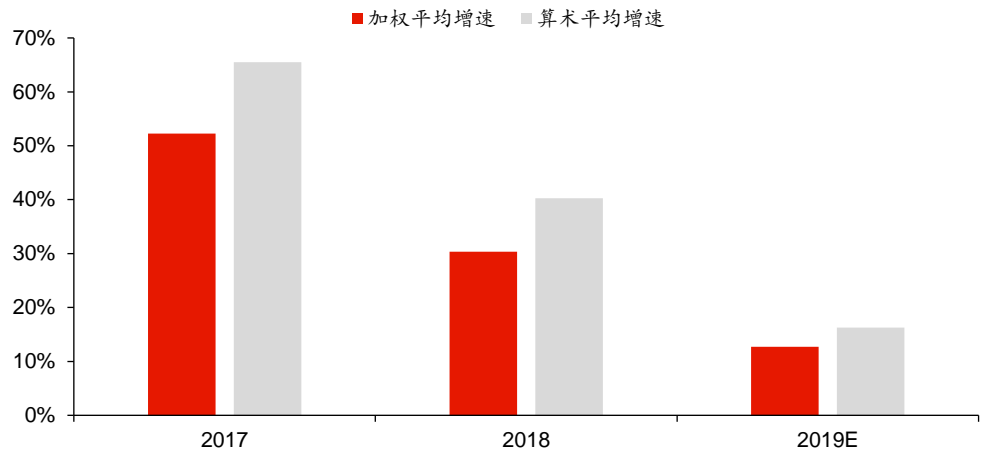
从房企销售来看，1月份销售由于季度特点以及不同房企的推盘节奏以及基数效应，增速变化不能全然反映全年的趋势。我们在1月份重点跟踪了全国近20家重点房企，这些房企2018年销售金额占克而瑞TOP100比重近50%，我们预期这些重点房企销售金额加权平均增速会较2018年30%增速有所回落，但依然能保持在12%以上，有望继续跑赢行业（我们判断2019年全行业销售金额下降4%）。

图表30：2019年1月各梯队房企销售业绩

企业梯队	全口径	操盘口径	权益口径	操盘/全口径	
				金额	权益/全口径
TOP3	1376.7	1253.0	1077.5	91%	78%
TOP4-10	1400.2	1252.9	1081.3	89%	77%
TOP11-20	1053.5	900.3	766.0	85%	73%
TOP21-30	626.1	582.1	440.8	93%	70%
TOP31-50	977.1	826.1	785.5	85%	80%
TOP51-100	1148.8	978.1	921.4	85%	80%
TOP100	6582.2	5792.5	5072.4	88%	77%

资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表31： 19家一线房企2019年加权平均销售增速有望保持12%以上



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

从业绩来看，虽然1月披露的数据，部分龙头企业2018年业绩略低于预期，但是地产企业的利润调整能力意味着2019年有了更高的保障，考虑到2019年业绩增长，我们跟踪1000亿以上市值的重点房企2019年PE均值为6.9倍，而1000亿以下市值成长房企PE仅为5.8倍，都处于历史最低水平。而从股息率角度，考虑业绩增长，我们预计2019年平均股息率能达到3.9%，最高达8.6%。

图表32： 重点上市房企盈利预测及股息率预测（截至2019年2月12日）

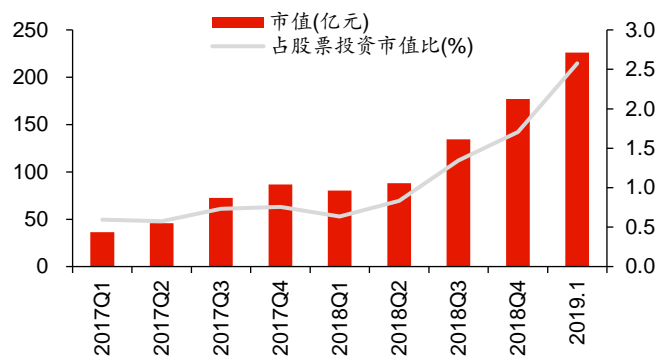
重点上市房企	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS		PE		股息率	2019 预测股息率	备注
			2018E	2019E	2018E	2019E			
万科 A	3,008	27.40	3.20	3.95	8.56	6.94	3.28%	4.05%	华泰地产预测
保利地产	1,531	12.87	1.68	2.00	7.68	6.44	3.10%	3.70%	Wind 一致预期
绿地控股	1,529	19.31	2.09	2.72	9.24	7.10	3.20%	4.17%	华泰地产预测
新城控股	869	28.92	3.97	5.13	7.28	5.64	3.06%	3.95%	华泰地产预测
招商蛇口	792	6.51	0.90	1.15	7.23	5.66	3.84%	4.91%	华泰地产预测
华夏幸福	684	30.30	4.32	5.62	7.01	5.39	2.67%	3.48%	Wind 一致预期
阳光城	503	11.15	1.74	1.96	6.41	5.69	4.75%	5.35%	Wind 一致预期
金地集团	395	9.09	1.79	2.21	5.08	4.11	4.62%	5.70%	华泰地产预测
中南建设	320	5.99	0.58	0.69	10.33	8.68	4.17%	4.97%	华泰地产预测
泰禾集团	252	6.80	0.56	1.08	12.14	6.30	0.29%	0.57%	Wind 一致预期
金科股份	232	5.80	0.78	1.09	7.46	5.31	0.87%	1.23%	华泰地产预测
蓝光发展	188	7.28	0.90	0.94	8.09	7.74	8.24%	8.61%	华泰地产预测
荣盛发展	172	5.78	0.81	1.16	7.14	4.98	1.24%	1.77%	华泰地产预测
首开股份	171	13.73	2.03	2.28	6.75	6.02	1.60%	1.79%	华泰地产预测
滨江集团	148	6.97	1.02	1.26	6.81	5.53	4.30%	5.30%	华泰地产预测
华发股份	123	3.95	0.66	0.80	5.98	4.94	2.10%	2.55%	Wind 一致预期

注：2019 预测股息率假设分红率不变

资料来源：各地政府网站，华泰证券研究所

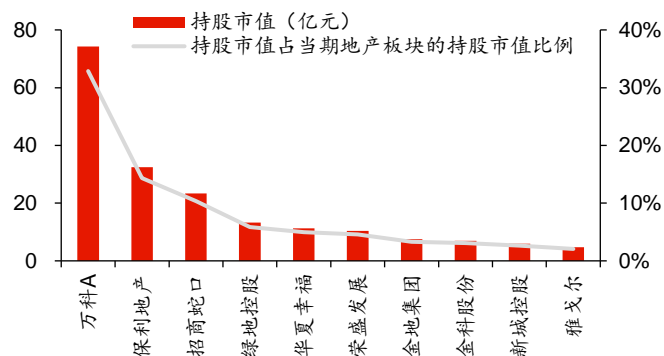
我们认为在行业整体政策见顶宽松的周期，不用太过于关注景气度下行对头部企业销售和业绩的影响，一方面在政策逐步放松的阶段往往能带来地产股估值整体的提升，如 2011 年、2014 年周期的龙头企业表现，另一方面，龙头房企的业绩稳定性在今年年报季会更加凸显，会持续吸引增量资金的流入，如海外资金(1月陆股通资金流入房地产板块靠前)、潜在的保险资金等等，对当前整体房地产板块估值形成支撑。

图表33： 2019年1月陆港通持股地产股市值及比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34： 2019年1月陆港通持股主流地产股情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

更高频的周期，看好一二线房企估值修复

我们在当前位置上看好一二线房企估值修复，由于整体行业销售弹性的减弱，并不奢望一线龙头房企估值能够重新回到 13、15 倍的高点，但是估值处于历史低位的弹性空间不容忽视，而随着龙头房企估值的提升，我们认为行情会逐步向高成长低估值的二线房企转移。具体标的方面，建议关注：1、具备强融资及 ROE 突破潜力的一线房企（万科 A、华侨城 A 等）；2、享受成长弹性和边际催化的企业（新城控股、荣盛发展、中南建设等）；3、享受长三角一体化、粤港澳大湾区等城镇化区域红利的企业。

风险提示

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能，使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

房企经营风险：房地产行业融资环境暂未出现明显放松的迹象，销售下行可能导致部分房企资金链面临更大压力，不排除部分房企出现经营困难等问题。

行业上行风险：若宏观经济出现超预期下行，不排除调控政策出现较大力度放松的可能。虽然我国居民加杠杆的空间和能力明显不及 2015 年，但加杠杆的天花板具有不确定性。但参考历史上调控政策放松时期的量价变化，短期内需求出现较大幅度反弹的可能性仍然存在，从而使得行业销售、投资增速高于我们在乐观情景下的假设值。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com